

A TEORIA DAS CRISES FINANCEIRAS: UMA APRECIACÃO CRÍTICA

Cláudio Gontijo*

RESUMO

Este artigo procura analisar as crises financeiras do ponto de vista teórico, realizando uma apreciação crítica, ainda que sumária, das suas principais explicações. Assim, examina (i) as teorias monetárias, fundamentadas nas discrepâncias entre oferta e demanda por moeda; (ii) o enfoque novo keynesiano, baseado na assimetria de informações; (iii) a abordagem keynesiana, fundada na idéia de que as crises resultam de flutuações da eficácia marginal do capital provocado por mudanças nas expectativas; (iv) a hipótese da fragilidade financeira de Minsky; (v) a teoria marxista, assentada na idéia de que as crises são fenômenos complexos que resultam da conjugação entre o impulso à acumulação de capital, a tendência decrescente da taxa de lucro, a expansão creditícia e a especulação financeira. Conclui em favor da explicação marxista, que se baseia na concepção do crédito como “contradição sem termo médio”: a expansão creditícia não apenas permite não o distanciamento da produção do consumo, mas também produz o “descolamento” da valorização do capital financeiro, que gera a crescente fragilidade financeira que desemboca nas crises.

Palavras-chave: crise financeira; assimetria de informações; fragilidade financeira; expansão creditícia; teoria marxista das crises.

ABSTRACT

This article examines critically the main theories of financial crises. It analyses (i) the monetary theories, according to which financial crises emerges from discrepancies between supply and demand for money; (ii) the dominant approach, based on information asymmetries; (iii) the Keynesian theory, funded on the notion that crises emerges from the fluctuations of the marginal efficiency of capital caused by changes in expectations; (iv) the hypothesis of financial fragility of Minsky; (v) the Marxian theory, based on the idea that crises are complex phenomena that result from the combination of the capitalist impulse to capital accumulation, the tendency of the rate of profit to fall, credit expansion and financial speculation. It concludes in favor of the Marxian explanation, which is based on the concept of credit as a “contradiction without mediation”: credit expansion not only allows for a crescent gap between production and consumption but also causes the valorization of capital to take off, which generates a crescent financial fragility system that eventually results in a crisis.

Key-words: financial crises; information asymmetries; financial fragility; credit expansion; Marxian crises theory.

Classificação JEL: E3 Prices, Business Fluctuations, and Cycles; E44 Financial Markets and the Macroeconomy.

Área da ANPEC: Escolas de Pensamento Econômico, metodologia e economia política.

* Professor da FACE/UFMG e da FEAD-MINAS.

A TEORIA DAS CRISES FINANCEIRAS: UMA APRECIÇÃO CRÍTICA

Cláudio Gontijo*

1. Introdução

Apesar de algumas ocorrências durante o Século XVIII,¹ as crises financeiras tornaram-se fenômenos mundiais recorrentes entre 1825 e a Segunda Guerra Mundial, destacando-se, pela sua severidade, as crises bancárias que tiveram lugar durante a Grande Depressão. Refletindo a importância do assunto, desenvolveu-se vasta literatura sobre o tema e economistas famosos, como John Stuart Mill (1806 – 1873), Karl Marx (1818 – 1883), Alfred Marshall (1842 – 1924), Knut Wicksell (1851 – 1926), Thorstein Veblen (1857 – 1929), Wesley Mitchell (1874 – 1948), Ludwig von Mises (1881 – 1973) e Ralph George Hawtrey (1879 – 1975), não deixaram de examiná-lo com menor ou maior profundidade.

Com o desaparecimento do fenômeno nas primeiras décadas do pós-Guerra, contudo, o interesse sobre o mesmo também feneceu, tendo ficado restrito praticamente aos estudiosos da história econômica. O *credit crunch* de 1966, a “fuga para a qualidade” desencadeada pela falência da *Penn Central*, em 1970 e a crise resultante do anúncio das dificuldades do *Franklin National Bank*, em maio de 1974, entretanto, tornaram claro que as crises financeiras estavam de volta, e, com elas, renasceu o interesse da comunidade acadêmica sobre o assunto.² Porém, o antigo *status* privilegiado na literatura econômica teria de esperar a proliferação de crises financeiras que teria lugar a partir da década de 1990, como resultado do aprofundamento do processo de liberalização dos mercados e globalização financeira. De fato, as crises financeiras se exacerbaram a partir da década de 1970, aumentando sua frequência e profundidade, tendo sido registradas, desde então, 124 crises bancárias sistêmicas, 208 crises cambiais e 63 episódios de não-pagamento de dívida soberana (Assessoria Técnica da Presidência da República, 2009, p. 2). Em particular, a crise da bolha do mercado bursátil norte-americano, que estourou em 2000, e a crise do mercado hipotecário sub-prime, que eclodiu em julho de 2007 e se tornou crise sistêmica, colocaram o tema na ordem do dia, forçando as diferentes escolas de pensamento econômico a fornecer uma explicação adequada do fenômeno.

A literatura econômica reconhece que, seguindo o padrão dos pânicos bancários, que “tendem a ocorrer logo após os picos do ciclo de negócios” (Gorton, 1988, p. 223), as crises financeiras geralmente estão “associadas com os ápices dos ciclos econômicos”, com “a culminação de um período de expansão” e conduzem a economia à recessão (Kindleberger, 1989, Cap. 1, p. 19).³ Todavia, não se deve confundir a crise financeira com a mera reversão do ciclo econômico, ou seja, com o trânsito da fase de expansão e auge para a fase de recessão, pois, conforme reconhece Kindleberger (1989, Cap. 1, p. 21), nem todas as fases de expansão têm sido seguidas por crises.

Da mesma forma, embora, como se verá adiante, as crises financeiras estejam intrinsecamente associadas aos ciclos de negócios, não se deve confundir a teoria das crises com a teoria dos ciclos, em particular com os diversos modelos do tipo acelerador/multiplicador, nos quais a reversão de uma fase para outra se dá de forma suave, sem ondas de insolvência. Efetivamente, uma das falhas dos modelos matemáticos do ciclo – mesmo os não lineares, como os modelos de predador-presa, de Kaldor e de Goodwin –, consiste em deixar sem explicação como se formam de modo cumulativo os desequilíbrios, particularmente os de ordem financeira, que eclodem nas crises.

Este artigo procura examinar as crises financeiras, concebidas como irrupções mais ou menos abruptas de ondas de inadimplência e/ou insolvência em mercados financeiros, do ponto de vista teórico, realizando uma apreciação crítica, embora sumária, de algumas das principais explicações propostas pelas

* Professor da UFMG e da FEAD-MINAS.

¹ A mais importante e famosa delas foi a crise que se seguiu ao estouro das “bolhas” das empresas Mares do Sul, em Londres, e Mississippi, em Paris, em 1919 e 1920.

² Segundo Minsky (1975, p. 129), o período que vai da publicação da *Teoria Geral* até meados da década de 1960 caracterizou-se por finanças robustas e “[a]s febres especulativas que tinham transformado as explosões anteriores em *booms* estavam ausentes”. Somente em meados da década de 1960 é que “os bancos começaram a especular ativamente com respeito aos seus passivos” (idem).

³ “No século dezenove, pensava-se o ciclo comercial como um fenômeno *creditício* e sua periodicidade se manifestava através de crises financeiras” (Hawtrey, 1950, p. 170).

diferentes escolas do pensamento econômico que procuram dar conta do fenômeno. Pelas razões apresentadas acima, não analisa os modelos matemáticos de ciclo econômico; antes, examina o ciclo como processo organicamente articulado às crises financeiras. Devido às limitações de espaço, não discute detalhadamente cada uma das teorias apresentadas, pois o exame aprofundado de cada uma delas demandaria, de por si, todo um artigo.

Nesse desiderato, este estudo divide-se em 7 seções, além desta Introdução. Na seção 2 analisa-se a tradição da crise como fenômeno monetário, ou seja, como efeito de desequilíbrios entre oferta e demanda por moeda. Na seção seguinte, examina-se a crise como oriunda de choques externos que se propagam em razão de imperfeições do mercado, particularmente como resultado de informações assimétricas, do chamado risco moral, da seleção adversa e da diferença de informação entre os administradores e demais agentes econômicos. A seção 4 contempla a teoria keynesiana, assentada no efeito das flutuações das expectativas sobre o nível dos investimentos. Segue-se, na seção 5, o exame da hipótese da fragilidade financeira de Minsky e nas duas seções seguintes a análise do papel do crédito e do capital financeiro na explicação marxista. A seção 8 condensa as conclusões.

2. A Crise como Fenômeno Monetário

Como toda teoria específica sobre as crises financeiras carrega consigo os elementos matriciais do corpo teórico do qual faz parte, a aparente capacidade de cada teoria em explicar o fenômeno depende, em larga medida, do papel dos mecanismos de ajustamento em torno da posição de equilíbrio de longo prazo. À primeira vista, portanto, parece difícil explicar rupturas a partir de abordagens que assumem que o sistema econômico esteja permanentemente em equilíbrio ou possua propriedades de convergência assintótica para o mesmo. Nesse caso, as crises somente podem surgir de choques externos ou de erros dos agentes econômicos, inclusive de fraudes e, mesmo assim, há de se assumir que existam mecanismos que transformem os choques em desequilíbrios.

No caso de Adam Smith, por exemplo, as teses da gravitação dos preços de mercado em torno da sua posição de equilíbrio (1776, livro I, Cap. VII, v. 1, p. 84-85) e da mão invisível (1776, livro 4, Cap. II, v. 1, p. 378-380), conjugadas à sua formulação daquilo que, mais tarde, ficaria conhecido como “lei de Say” (1776, livro 4, Cap. I, v. 1, p. 366)⁴, tornariam extremamente difícil explicar as crises em geral, inclusive as financeiras. Não obstante, Smith faz referências ao *overtrade* (“excesso de negócios” ou “excesso de comércio”), causado pela especulação de empresários que, desconhecendo as reais condições do mercado, produziriam mais do que a capacidade de absorção do mesmo,⁵ assim como a dificuldades e falências de bancos comerciais provocadas quer por fraudes de empresários quer por práticas bancárias indevidas, como o financiamento do capital fixo ou inversões em terras (Smith, 1976, Livro II, Cap. II, p. 265-8). Seja como for, para Smith (1776, livro 4, Cap. I, v. 1, p. 366) “embora um comerciante individual, que tem estoque abundante de mercadorias, às vezes possa ir à ruína por não conseguir vendê-las em tempo, uma nação ou país não está sujeito ao mesmo perigo”, de modo que as crises gerais, em última instância, somente se explicariam por erros por parte dos banqueiros, sendo, assim, evitáveis desde que os bancos se atenham às práticas financeiras corretas.

A relação de dependência entre as crises e o crédito, identificada por Smith, tem sido um traço marcante das explicações subseqüentes das crises financeiras, inclusive nas baseadas em teorias que aceitam que o sistema econômico seja governado por alguma forma de “mão invisível” que o faça convergir para o equilíbrio. Conforme sustenta Harberler (1943, p. 14), “[o] dinheiro e o crédito ocupam uma posição tão central no nosso sistema econômico que é quase certo que desempenhem um papel importante na geração do ciclo de negócios, seja como uma força propulsora, seja como um fator condicionante”. Essa perspectiva se baseia na equação quantitativa, incorporada, desde cedo, ao paradigma neoclássico: uma vez que o produto do montante de meios de circulação pela velocidade dos

⁴ Basicamente, Smith sustenta que ninguém obtém dinheiro a não ser com vistas a comprar mercadorias, de modo que interrupções do processo reprodutivo pelo entesouramento do dinheiro seriam praticamente impossíveis.

⁵ Referências ao “*overtrade*” podem ser encontradas em diversas partes de *A Riqueza das Nações*. Veja-se, por exemplo, o Livro II, Cap. II, p. 265 e Livro IV, Cap. I, p. 365. Nesse último caso, contudo, parece que Smith toma “excesso de comércio” pela prática de investir-se muito além do capital próprio.

mesmos é igual ao produto do vetor de preços pelo de quantidades transacionadas, a elevação do nível de preços identificada nas fases de expansão econômica e a queda do mesmo que ocorre nas fases de contração devem ser causados, de alguma forma, respectivamente pelo aumento e contração do meio circulante, ou, mais particularmente, do crédito.

Para Irving Fisher, por exemplo, as recessões e as expansões econômicas são “um fenômeno monetário” (Allen, 1977, p. 563): “o volume da ‘quantidade do meio circulante’ é um importante fator nos *booms* e depressões – ambos como causa e efeito” (idem, p. 565). Em particular, a Grande Depressão teria sido causada pelo fato de se ter permitido que a oferta de moeda caísse um terço desde seu nível de 1929, de modo que, para superá-la, dever-se-ia promover, como salientou em carta endereçada ao secretário de Agricultura em novembro de 1937, a “reflação monetária” (idem, p. 563-4). Assim, ainda que “os *booms* e as repressões são, em certa medida, inevitáveis”, “[s]e o controle monetário fosse exercido de forma ideal, os *booms* e as recessões seriam muito menores do que são efetivamente” (idem, p. 565). Na verdade, mesmo que a “recessão fosse inteiramente não monetária, ainda assim seu remédio poderia ser um acréscimo no volume” da oferta de moeda (idem, p. 565). Em suma, “[a] deflação inevitável e inexoravelmente causa depressão em todos os lugares e tempos” e “toda nação que tem recuperado [sua economia] o tem feito através de meios monetários” (Fisher, 1935, apud Allen, 1977, p. 563).

Essa linha de raciocínio foi herdada por Milton Friedman (1958, p. 179), para o qual, embora as mudanças do estoque de moeda sejam “tanto uma consequência como uma causa independente de variações na renda e nos preços”, ainda assim “existe ampla evidência (...) que mesmo durante os ciclos de negócios o estoque de moeda desempenha um papel largamente independente”, de modo que, em última instância, são as mudanças da oferta de moeda que governam as flutuações da renda. Tanto assim que, na interpretação de Milton Friedman e Anna Swartz, autores do livro *Monetary History of the United States*, “uma depressão ‘normal’ e de curta duração foi convertida numa grande onda contracionista em termos de renda e preços pelo colapso do sistema bancário” (Temin, 1976, p. 10) em novembro-dezembro de 1930 e novamente em fins de 1931, que poderia ter sido evitado pela intervenção do *Federal Reserve* (*Fed*).

Apesar de se ter transformado num cânone para muitos bancos centrais, as teses friedmanianas de que a oferta de moeda é variável exógena sob controle do banco central e que representa a principal variável explicativa tanto das flutuações da renda quanto do nível de preços têm sido contestadas amplamente. Para começar, as evidências iniciais de que as mudanças da oferta de moeda seriam o maior determinante das flutuações da renda nominal e dos preços foram contestadas por Culbertson (1960), para o qual a ordem causalidade moeda \rightarrow renda (e moeda \rightarrow preços) também funcionaria na direção oposta, e por Karen e Solow (1963), que, além de reafirmarem a crítica de Culbertson, apontaram o caráter arbitrário da escolha de Friedman dos pontos de reversão dos ciclos como prova da relação causal entre moeda e renda, assim como a não replicabilidade dos seus resultados econométricos. Estimando um modelo de regressão para o EUA relativo ao período 1930-1958, Hester (1964a e 1964b) pôde constatar que a “teoria do gasto autônomo” keynesiana tem um desempenho melhor do que a “teoria quantitativa”, conclusão essa referendada por Ando e Modigliani (1965a e 1965b), que também apontaram o caráter parcialmente endógeno da oferta de moeda. Mais decisivo, contudo, foram os estudos de Sims (1980a e 1980b) relativos aos EUA, que mostraram que, quando a taxa de juros é incluída num modelo de causalidade de Granger, ela “determina” tanto a renda quanto a quantidade de moeda. Outras contribuições importantes refutando a proposição monetarista em relação à ordem da causalidade vieram com Eichenbaum e Singleton (1986), usando dados para os Estados Unidos, e com Litterman e Weiss (1985), usando dados para os Estados Unidos, Inglaterra, França e Alemanha. Também os estudos de Friedman e Kuttner (1992); Leeper, Sims e Zha (1996); Estrella e Mishin (2006) confirmaram que, em geral, a taxa de juros e não a oferta de moeda, que possui forte componente endógeno, é variável causadora das flutuações no nível de preço.⁶

⁶ O questionamento dos resultados anti-monetaristas de Sims por King (1983); Eichenbaum e Singleton (1986); Runkle (1987); Spencer (1989); e Todd (1990) não excluíram o papel determinante da no processo cíclico, restando ao montante de moeda papel claramente secundário.

Tampouco a versão de Friedman e Schwartz de que a Grande Depressão teria sido causada por fatores monetários, particularmente pelas crises bancárias de fins de 1930 e de fins de 1931 ficou sem contestação adequada, até porque, conforme salienta Temin (1976, p. 16), a análise desses autores parte da própria tese para descrever a Grande Depressão, sem prová-la ou mesmo testá-la. Assim, em primeiro lugar, Friedman e Schwartz assumem que o estoque de moeda no período tenha sido inteiramente determinado pela oferta, que, por sua vez, teria sido influenciada decisivamente pela ação (ou falta de ação) do *Fed*. Desse modo, excluem a queda da renda e da taxa de juros da explicação da redução do estoque de moeda entre agosto de 1929 e outubro de 1930. Além disso, explicam os pânicos bancários de fins de 1930 e de fins do ano seguinte como resultando das dificuldades dos bancos e da crise agrícola de fins da década de 1920, que teriam provocado a quebra de alguns bancos, a qual, por sua vez, na ausência de ação do *Fed*, desembocou em crise sistêmica por efeito de contágio. Ocorre, porém, que, a evidência empírica disponível não dá qualquer suporte a nenhuma dessas asserções (Temin, *idem*, p. 86-93). Na verdade, ainda conforme demonstrou Temin (*idem*, p. 57-8), tem sido impossível rejeitar, econometricamente falando, a hipótese de que a taxa de falência dos bancos norte-americanos durante as crises de 1930 e 1931 não chegaram a afetar o comportamento do estoque de moeda. Não é sem motivo, aliás, que Friedman e Schwartz (1963, p. 303) reconhecem que a crise bancária de 1930 não tenha deixado “nenhuma marca clara nos indicadores econômicos amplos”, ou seja, em termos de renda pessoal, produção industrial e preços por atacado. Mais do que isso, a queda das taxas de juros de curto prazo (*commercial papers*, notas do tesouro de 36 meses e taxas de juros de aceites bancários para clientes *prime*) num contexto de estabilidade dos retornos dos títulos corporativos (*bonds*) de baixo risco (Aaa) e dos títulos públicos de longo prazo, sugere fortemente a ausência de qualquer *credit crunch* mais sério do que o verificado nas recessões anteriores, em particular da crise de 1921. Por essas e outras razões, há de se concluir com Temin (*idem*, p. 126) que a hipótese de que a Grande Depressão teria sido causada por fatores monetários “falhou no seu teste mais importante”, pois “não há razão para se pensar que o aperto monetário em 1929-30 tenha sido mais severo do que em outras depressões do período de entre guerras e não há evidência de que as falências de bancos em 1930 criaram esse aperto”.⁷

Outro exemplo importante é a teoria monetária dos ciclos de Hawtrey,⁸ para o qual “[a] depressão é induzida pela queda dos gastos dos consumidores provocada pela redução do meio de circulação e é intensificada pelo declínio da velocidade de circulação da moeda. A fase de prosperidade do ciclo, por outro lado, é dominada pelo processo inflacionário” (Harberler, 1943, p. 16-17). Os ciclos são uma consequência da instabilidade do sistema de crédito: reduzindo as taxas de juros e facilitando os empréstimos, os bancos induzem a expansão da atividade econômica, particularmente do comércio, que amplia suas encomendas à indústria, principalmente quando os preços se elevam. A expansão da produção resulta no aumento dos gastos dos consumidores, o que reforça o processo. “Cria-se um círculo vicioso, uma expansão cumulativa da atividade produtiva” (Hawtrey, 1932, p. 167), que é alimentada pela contínua expansão do crédito. Mas “[a] atividade produtiva não pode crescer sem limites. À medida que o processo cumulativo leva uma indústria após a outra ao limite da capacidade produtiva, os produtores começam a cobrar preços cada vez mais elevados” (*idem*, p. 167). “Uma crescente demanda por moeda desnuda os bancos de suas reservas. Dentre de seus limites, o banco central abastece-os através de empréstimos, mas chega um momento quando não pode ir além senão exaurindo as suas próprias reservas ou infringindo a lei que regula a oferta de papel-moeda” (Hawtrey, 1950, p. 171). Uma vez que “a aderência ao padrão-ouro sempre falha em dar os sinais para se implementar qualquer medida para restringir uma expansão do crédito até que as reservas de ouro tenham caído perigosamente muito baixo”, torna-se necessário “não apenas parar a expansão, mais reverter-la” (*idem*, p. 169). Daí a crise, que emerge quando os bancos cortam o crédito e elevam a taxa de juros, quer porque as reservas se esgotam, quer porque o banco central, objetivando manter as suas próprias reservas e/ou a estabilidade do câmbio,

⁷ Isso sem falar na dificuldade em se explicar a queda por construção residencial e o forte declínio dos investimentos a partir de fatores monetários. Isso sem falar no fato de que, ainda conforme salientado por Temin (1976, p. 141-2), o “efeito caixa real” não funcionou durante a Grande Depressão.

⁸ Para Hawtrey, “o ciclo comercial é ‘um fenômeno puramente monetário’” (Harberler, 1943, p. 15). Veja-se, também, Hawtrey (1950, p. 170).

reduz os empréstimos aos bancos.⁹ Nesse momento, as vendas forçadas com a finalidade de se obter meios de pagamento das dívidas provoca a queda dos preços, causando a falência de muitos comerciantes, o que ameaça a solvência dos bancos.

Embora se baseie na equação quantitativa, a teoria monetária de Hawtrey, além de ferir o postulado neoclássico da neutralidade da moeda, presume que as forças econômicas sejam essencialmente desestabilizadoras, comprometendo, pois, a “mão invisível”. Uma tentativa de conciliá-la com o fenômeno das crises encontra-se na escola austríaca de Ludwig von Mises (1881-1973) e August von Hayek (1899 – 1992), segundo a qual,

[o] principal problema que uma teoria que pretenda explicar as depressões deve resolver é: *por que ocorre repentinamente um conjunto generalizado de erros por toda a economia?* Essa é a primeira pergunta a se fazer para qualquer teoria dos ciclos. A atividade econômica vai se desenvolvendo bem, com a maioria das empresas colhendo belos lucros. De repente, sem qualquer aviso, as condições mudam e o grosso das empresas passa a sofrer prejuízos; repentinamente elas descobrem que cometeram erros atrozes de previsão (Rothbard, 1999, p. 8).

Como Hawtrey, também esses autores partem do princípio que “[o] ciclo de ‘expansão-contracção’ é gerado pela intervenção monetária no mercado, mais especificamente pela expansão do crédito bancário aos negócios” (Rothbard, 1999, p. 9). Contudo, diferentemente, postulam que “o sistema bancário regula a quantidade de moeda mudando a taxa de desconto [bancário] e conduzindo operações de open market” (Harberler, 1943, p. 33). O ciclo de negócios surgiria das complexas relações existentes entre a taxa de desconto bancário – denominada taxa monetária ou taxa de juros de mercado por Wicksell (1935, cap. 9 e 1936, pp. 190-208), que equilibraria o mercado monetário, em oposição à taxa natural de juros, “governada pela produtividade marginal do capital, i.e., de métodos indiretos de produção que existiriam caso não se usasse dinheiro” (Ohlin, 1936, p. viii)¹⁰, e igualaria poupança e investimento.

Quando os bancos aumentam a oferta de moeda, expandindo o crédito, cai a taxa de juros de mercado. Acreditando que aumentou a oferta de fundos poupados, os empresários investem em “processos de produção mais longos”, ou seja, de maior intensidade de capital, com a redução relativa dos investimentos nas indústrias de bens de consumo e o aumento relativo nas de bens de capital. Mas como as preferências temporais não mudaram, consumidores mantêm a antiga proporção de consumo-poupança, de modo que a estrutura da demanda se mantém inalterada. A duração do *boom* depende, assim, da disposição dos bancos de sustentar a expansão creditícia, mantendo os tomadores de empréstimo um passo à frente da demanda dos consumidores, terminando quando cessar a expansão do crédito bancário.

Mais cedo ou mais tarde, contudo,

[a]s indústrias de bens de capital irão descobrir que todo o seu investimento foi um erro: aquilo que se imaginou que seria lucrativo não o era realmente, pois não havia uma verdadeira demanda por parte de seus clientes - no caso da indústria de bens de capital, outros empresários. Os investimentos nas ordens maiores de produção se revelam meros desperdícios, e esses maus investimentos devem ser liquidados (Rothbard, 1999, p. 11).

Em suma,

[o] “boom”, então, é na verdade um período de investimentos ruins e imprevidentes. É o período quando erros são cometidos devido à distorção causada pelo crédito bancário no livre mercado. A “crise” chega quando os consumidores decidem restabelecer suas proporções desejadas. A “depressão”, na realidade, é o processo pelo qual a economia se ajusta aos desperdícios e erros do boom, e restabelece o serviço eficiente dos desejos do consumidor (Rothbard, 1999, p. 12).

⁹ “Sob a guia do padrão metálico, a ação do banco central é governada pelo estado de suas reservas” (Hawtrey, 1950, p. 169).

¹⁰ Ohlin faz referência à teoria do capital de Böhm-Bawerk, esposada por Wicksell.

Aparentemente, o recurso a Wicksell para explicar a crise econômica é inadequado, até porque, conforme salienta de Carvalho (1988, p. 748), “[o] processo cumulativo gerado por mudanças monetárias descritas por Wicksell destinava-se a explicar variações em preços, não as mudanças reais de produto e emprego que normalmente se associa aos ciclos”. Afinal, Wicksell assume que o volume de produção permanece constante durante o processo cumulativo (idem).¹¹

Outro problema, que, aliás, é comum às demais teorias fundamentadas na oferta de moeda ou crédito, reside em explicar a própria crise, uma vez que, se, em princípio, tanto a expansão quanto a contração do nível de atividade econômica podem ser explicadas, até certo ponto, por variações da oferta de moeda/crédito e/ou da taxa de juros, o mesmo não ocorre com as flutuações dramáticas nos indicadores monetários e “reais” que caracterizam a eclosão das crises. De fato, essas teorias não mostram como os desequilíbrios que se revelam nas crises se desenvolvem durante a fase de expansão sem que as forças re-equilibradoras existentes entrem em ação e que deles tomem consciência os agentes econômicos. Em consequência, não explicam porque há um colapso das expectativas, levando à súbita contração do crédito que, nesse sentido, surge como variável dependente, não podendo, pois, ser aventada como fator determinante das crises.

3. Sunspots, Informação Assimétrica, Problemas de Agente, Seleção Adversa e *Moral Hazard*

Por admitir a natureza auto-reguladora do capitalismo, para as escolas neoclássicas¹² as crises financeiras se originam de “choques externos”, mesmo de eventos aleatórios (*sunspots*).¹³ A explicação usual é que, no setor bancário, “informação assimétrica, problemas de agentes e *moral hazard*”,¹⁴ considerados conjuntamente, podem ser responsáveis pelo colapso do sistema financeiro, uma *externalidade negativa*”. (Heffernan, 2003, p.368). Informação assimétrica se deve ao fato de que “[o]s bancos, seus clientes, reguladores e investidores possuem diferentes conjuntos de informação sobre a saúde de um banco. Pequenos depositantes são os menos prováveis de ter informações e, por essa razão, são usualmente cobertos por um esquema de seguro de depósito, criando um problema de risco moral” (idem, p. 367). Por *moral hazard* ou risco moral entende-se o incentivo do agente econômico assegurado a engajar-se em atividades de alto risco na certeza ou presunção de que será resgatado pela agência seguradora, que pode ser, inclusive, o banco central. Já o problema do *agente principal*

surge em razão da diferença de informação entre os administradores e os acionistas. Tendo os acionistas delegado a direção de uma empresa a administradores, necessitam monitorá-los para se assegurar que tomem decisões que maximizem o valor adicionado das ações em lugar de, por exemplo, maximizarem a receita das vendas de forma a incrementar o seu poder pessoal e sua remuneração (Heffernan, 2003, p.368).

Outro problema associado à assimetria de informações é o de *seleção adversa* (Siglitz e Weiss, 1981; Mishkin, 1992), consequência do fato dos investimentos de maiores riscos serem frequentemente

¹¹ Em relação ao processo cumulativo de Wicksell e o processo de expansão/inflação e contração/deflação, veja-se Laidler (1972), Martone (1979), e Soromenho (1995).

¹² Consideram-se neoclássicas todas as teorias que admitem que, pelo menos no longo prazo, prevalecem as teses fundamentais da escola neoclássica, vale dizer, o caráter maximizador dos agentes econômicos, particularmente da utilidade por parte das famílias; a lei dos rendimentos decrescentes; o pleno emprego e a dicotomia neoclássica, ou seja, a neutralidade da moeda.

¹³ Este é o caso da falência de empresas importantes, que desencadearam várias crises financeiras. Contudo, como salienta Gorton (1988, p. 225), “[u]ma vez que existem muitos exemplos de falências de grandes firmas que não resultaram em pânico, uma falência *per se* não pode ser a causa de um pânico”. Não é sem razão, pois, que os autores que apontam a falência de uma grande empresa como a causa de uma crise financeira “geralmente salientam o contexto econômico no qual ocorreu uma falência” (idem). Nesse caso, resta explicar esse contexto, o que exclui, de saída, a possibilidade de que as crises financeiras sejam efeitos aleatórios, tanto mais quando se considera que as mesmas em geral se inserem no ciclo de negócios. Além disso, como no caso da concordata do Lehman Brothers, no dia 15 de setembro de 2008, a quebra de instituições financeiras importantes pode ser a consequência de uma crise financeira que ainda não se transformou em pânico.

¹⁴ “Os bancos, seus clientes, reguladores e investidores possuem diferentes conjuntos de informação sobre a saúde de um banco. Pequenos depositantes são os menos prováveis de ter informações e, por essa razão, são usualmente cobertos por um esquema de seguro de depósito, criando um problema de *risco moral*” (Heffernan, 2003, p. 367).

aqueles capazes de permitir o pagamento de maiores taxas,¹⁵ de modo que o mercado termina por privilegiar os especuladores, com o conseqüente aumento do risco sistêmico.

Parece extremamente difícil conjugar informação assimétrica, o “problema do agente”, *moral hazard* e seleção adversa para produzir como externalidade (sic) o colapso do sistema financeiro, não apenas porque os “problemas de agente não são privativos do setor bancário” (Heffernan, 2003, p. 368), por inerentes à forma de organização corporativa. O motivo é que, em primeiro lugar, quem se envolve em atividades de elevado risco que eventualmente levam à bancarrota não são os depositantes, que, como corretamente aponta Heffernan, muitas vezes não sabem o risco que correm, sendo atraídos principalmente pela remuneração paga pela instituição financeira, mas os seus administradores e acionistas, que efetivamente arcam com o risco do empreendimento. Nesse sentido, a tese do *moral hazard* confunde o seguro oferecido à atividade bancária ou financeira em geral com o seguro ao investidor, que, de mais a mais, não existe na maioria dos casos. Na verdade, no resgate a bancos executados pelas autoridades monetárias, em geral costuma-se honrar integralmente os depósitos a vista de até determinado montante, mas não as aplicações em outros ativos, com CDBs, fundos de ações e letras imobiliárias, particularmente no caso dos maiores investidores. Tampouco se preserva o valor das ações do banco, que podem “virar pó” da noite para o dia, além de invariavelmente significar a demissão sumária dos seus administradores, que, dependendo das circunstâncias, ainda estão sujeitos a processos criminais. Em outras palavras, aqueles que possuem maiores informações – inclusive os que gerenciam a instituição financeira – geralmente são os maiores perdedores, por não estarem cobertos por qualquer esquema formal ou informal de seguro.

Em particular, a hipótese de informações assimétricas tem sido amplamente utilizada para explicar as corridas bancárias, visto que elas

significam que rumores (mal fundamentados ou não) de dificuldades financeiras de um banco resultarão na retirada de depósitos não-segurados e na venda das ações do banco por parte de investidores. O *contágio* surge quando bancos saudáveis se tornam vítimas de corridas porque depositantes e investidores, na ausência de informação que permita distinguir entre bancos saudáveis e fracos, procuram refúgio na liquidez (Heffernan, 2003, p. 368).

Na realidade, corridas bancárias podem e efetivamente se têm originado mesmo quando se reconhece o caráter solvente da instituição que a sofre. O motivo é que, para começar, o público, supostamente pouco informado, sabe que, mesmo um banco que, até o momento, não tenha sido afetado por uma onda de insolvência, provavelmente o será em futuro próximo, em razão das complexas e defasadas conexões que existem no mercado financeiro. De mais a mais, tem perfeita consciência de que corridas bancárias são suficientes para nocautear uma instituição “saudável”, na medida em que causam um desequilíbrio entre o passivo e o ativo.¹⁶ Em outras palavras, o público sabe que um banco solvente pode se transformar num “mico preto” por uma corrida provocada por um rumor infundado. Isto, aliás, explica porque, em um grande número de casos, o mero anúncio da ajuda por parte de instituições financeiras de grande credibilidade, por si só, tem sido suficiente para fazer refluir a corrida – a injeção de recursos, embora não salve um banco insolvente, corrige o desequilíbrio do balanço de uma instituição “solvente”.

Não é sem motivo, pois, que tampouco parece sustentável a idéia de que, como admite Kindleberger (1989), quer a especulação (mania), quer o pânico se originem de um comportamento irracional do tipo “psicologia das multidões”. A dificuldade não reside apenas em explicar porque agentes supostamente racionais se comportam de modo oposto em determinadas circunstâncias, mas em ignorar a racionalidade mesma desses fenômenos, que nem de longe são manifestações de histeria coletiva. De fato, como se verá mais adiante, por mais irracional que possa parecer, a especulação representa uma manifestação extremada da lógica mesma do capitalismo, vinculando-se à sua própria *raison d’être*.

¹⁵ O problema da seleção adversa fundamenta-se no famoso artigo de Akerlof (1970), sobre o mercado de “limões” – carros usados de péssima qualidade.

¹⁶ Daí estarem corretos Diamond e Dybvig (1883, p. 410) quando afirmam que “qualquer coisa que faça com que os depositantes antecipem uma corrida [bancária] provocará uma corrida”.

Quando aos pânicos, estes resultam da compreensão de que as crises são períodos de dramática queda do valor dos haveres de risco, particularmente daqueles cujos mercados estão em convulsão, e que as instituições financeiras, além de possuírem limitada capacidade de converter esses ativos em dinheiro, frequentemente quebram como resultado do processo de conversão, quando não se tornam insolventes pelo aumento da inadimplência causado pela própria crise financeira.¹⁷ Por via de consequência, quanto maior for a demora em realizar a conversão, maior é o risco de experimentar perdas expressivas.¹⁸ Não é de se estranhar, pois, que Gorton (1988, p. 222), em seu conhecido estudo econométrico, tenha concluído que “[o]s pânicos bancários durante a Era de Bancos Nacionais dos EUA representaram respostas dos depositantes às cambiantes percepções de risco, baseadas no surgimento de novas informações, em lugar de eventos aleatórios. De fato (...), toda vez que uma variável prevendo uma recessão atingiu um valor-limite, ocorreu um pânico”.

Parece ser ainda mais difícil explicar as crises financeiras a partir da hipótese de que, como sustentam os novo-clássicos, os agentes econômicos estejam sempre em equilíbrio. Não se trata apenas da aparente incompatibilidade da economia novo-clássica com a evidência empírica, que nega a realidade do desemprego involuntário (veja-se Modigliani, 1977, p. 6; Buiter, 1980; Lindbeck e Snower 1988b, p. 29). Mais do que isso, parece extremamente problemático, senão impossível, sustentar que o pânico, com a quebra em cadeia de empresas e instituições financeiras, representa uma situação de equilíbrio, em lugar de um ruptura com um padrão de equilíbrio, por mais insustentável que seja.

4. Keynes e o Papel das Expectativas

A conexão entre expectativas e as crises financeiras foi ressaltada por Keynes, que também as reconhece como um momento do ciclo econômico.¹⁹ Segundo ele, apesar de que as “flutuações na propensão a consumir, no estado da preferência pela liquidez e na eficiência marginal do capital desempenham todas o seu papel”, “o ciclo econômico deve, de preferência, ser considerado como uma variação cíclica na eficácia marginal do capital, embora complicada e frequentemente agravada por modificações que acompanham outras variáveis do sistema econômico no curto prazo” (Keynes, 1936, Cap. 22, p. 217). De igual modo, a elevação da taxa de juros como resultado do aumento da demanda por moeda “pode, certamente, representar um papel no agravamento da crise e talvez, ocasionalmente, no seu desencadeamento”; porém, “a explicação mais normal, e por vezes a essencial, da crise” está no “repentino colapso da eficiência marginal do capital” (idem, p. 218).

Este colapso explica-se pela frustração dos investidores em relação às “expectativas otimistas relativas ao rendimento futuro dos bens de capital suficientemente fortes para compensar a abundância crescente desses bens, a alta de seus custos de produção e, provavelmente, também a alta da taxa de juros”, própria das últimas etapas da expansão econômica (Keynes, 1936, Cap. 22, p. 218). Quando “a decepção advém a um desses mercados [financeiros] otimistas em demasia e super-abastecidos”, as cotações caem “em movimento súbito e mesmo catastrófico. Além disso, o pessimismo e a incerteza a respeito do futuro que acompanham um colapso da eficiência marginal do capital suscitam, naturalmente, um forte aumento da preferência pela liquidez e, conseqüentemente, uma elevação da taxa de juros” (idem, p. 218-219), o que pode agravar a crise. Finalmente, “uma queda substancial da eficiência marginal do capital tende, também, a afetar negativamente a propensão a consumir” (idem, p. 220), o que representa um fator adicional de aprofundamento do processo recessivo.

¹⁷ Segundo Gorton (1988, p. 225), os autores que associam os pânicos à falência de alguma grande empresa, particularmente do setor financeiro, argumentam que “tais falências criam desconfiança quanto à solvência futura de todos os bancos, levando à retirada dos depósitos, na medida em que os depositantes procuram evitar as perdas de capital associadas”. De forma semelhante, os autores que debitam as crises financeiras às recessões o fazem porque presumivelmente “os depositantes esperam que um grande número de bancos quebre durante as recessões” (idem).

¹⁸ Nos seus modelos de corridas bancárias, Diamond e Dybvig (1983) e Waldo (1985) corretamente assumem que a probabilidade de um depositante receber o valor de um depósito não-segurado depende de seu lugar na fila de credores do banco.

¹⁹ ... “a substituição de uma fase ascendente por uma descendente [do ciclo econômico] geralmente ocorre de modo repentino e violento” (Keynes, 1936, Cap. 22, p. 218).

O colapso da eficiência marginal do capital se deve ao fato de que, no auge da expansão, “os investimentos que terão um rendimento efetivo de, digamos, 2% em condições de pleno emprego se realizam na esperança de, digamos, 6% e são avaliados nesta base” (Keynes, 1936, Cap. 22, p. 222). Essa discrepância entre a taxa esperada de retorno e a taxa efetiva se deve, assim, ao fato de que os investidores – pessoas que desconhecem as condições do mercado e “especuladores mais interessados nas previsões da próxima mudança de opinião do mercado do que numa estimativa racional do futuro rendimento dos bens de capital” (idem, p. 218) – não tomam em consideração a queda da taxa efetiva de retorno provocada pelo próprio aumento dos investimentos. Esse declínio da eficácia marginal do capital, por sua vez, ocorre “em parte, porque a renda prospectiva baixará conforme suba a oferta desse tipo de capital e, em parte, porque a pressão sobre as fábricas produtoras daquele tipo de capital causará, normalmente, uma elevação de seu preço de oferta” (Cap. 11, p. 101).

Apesar dos avanços em relação às teorias neoclássicas, a explicação keynesiana dos ciclos econômicos participa, com elas, da lei dos rendimentos decrescentes, que parece representar o fundamento último para a relação inversa entre a taxa de retorno e o montante dos investimentos realizados. Em compensação, acertadamente rejeita o postulado da racionalidade abstrata, na medida em que assume, conforme assinalado, que os investidores ignoram os efeitos deprimentes dos investimentos sobre a taxa efetiva de retorno. Isto é feito, contudo, borrando as diferenças entre os investidores financeiros – os compradores, que “em sua maioria ignoram o que compram” (Keynes, 1936, Cap. 22, p. 218), e os especuladores – e os empresários, diferenças essas que, conforme se tornará claro mais adiante, são essenciais para se explicar as crises financeiras. De mais a mais, Keynes não elucida porque a discrepância entre a taxa esperada de retorno e a taxa efetiva passa despercebida durante o *boom*, embora isso possa ser efetivamente justificado em termos do período de maturação dos novos investimentos. Finalmente, Keynes deixa em aberto, em grande medida, a dimensão financeira da crise, exceto com relação à bolsa de valores, em que a queda das cotações invariavelmente arrasta consigo os investimentos em bens de capital.²⁰

5. Minsky e a Hipótese da Fragilidade Financeira

A insuficiência da abordagem keynesina, que aparentemente deixou de lado importantes aspectos financeiros, foi salientada por Minsky (1975, p. 15), segundo o qual

em nenhum lugar da *Teoria Geral* ou dos poucos artigos posteriores de Keynes explicando sua nova teoria, o *boom* e a crise são adequadamente definidos e explicados. Os desenvolvimentos financeiros durante o *boom* que tornam a crise provável, senão inevitável, estão sugeridos, mas não examinados completamente. Esta é a lacuna lógica, o elo faltante na *Teoria Geral* como foi deixada por Keynes em 1937 depois da contestação à crítica de Viner (Minsky, 1975, p. 12).²¹

De forma a completar o quadro keynesiano, preenchendo essa lacuna, Minsky (1975, p. 64) constrói “um modelo de geração endógena de *booms*, crises e deflações” introduzindo as finanças e examinando explicitamente “o desenvolvimento dos fluxos de caixa (inseridos nos balanços das empresas) durante os vários estágios da economia” (idem, p.129).

A análise minskyana baseia-se na “decisão especulativa fundamental de uma economia capitalista”, que “diz respeito a quanto, do fluxo de caixa antecipado das operações normais, uma firma, família ou instituição financeira reserva para o pagamento dos juros e do principal de suas obrigações”, assumidas para financiar posições em ativos (Minsky, 1975, p. 86-87).²² Trata-se de decisão especulativa porque o agente econômico “que aceita a estrutura de obrigações com o objetivo de manter ativos está apostando que as situações viventes em datas futuras serão tais que os compromissos financeiros poderão ser cumpridos: está estimando que a sorte no futuro incerto será favorável” (Minsky, 1975, p. 87).

²⁰ Nesse sentido, tem razão de Castro (1986), para o qual a análise keynesiana do ciclo representou um retrocesso se comparada às abordagens antecedentes, que não perdia a dimensão monetária da mesma.

²¹ Veja-se, também, Minsky (1975, p. 129).

²² Veja-se, também, Minsky (1986, p. 177).

No período de estagnação que se segue à crise, recompõem-se as finanças empresarias e

tem início a recuperação e a expansão. Esta recuperação se inicia com fortes memórias das penalidades resultantes das posições expostas durante o período de deflação e das estruturas passivas que foram limpas de dívidas. Contudo, o sucesso alimenta a ousadia e, com o tempo, a memória dos desastres passados é erodida. A estabilidade – mesmo da expansão – é desestabilizante e formas mais aventureiras de financiamento dos investimentos dá resultados positivos, e outros seguem os aventureiros. Então, a expansão realimentará, de forma acelerada, o ritmo da economia, que desembocará no *boom* (Minsky, 1975, p. 126).

Com a expansão econômica, por sua vez, cai a demanda especulativa por moeda e “os portfólios tornam-se mais carregados com posições financiadas por emissão de dívida. Os proprietários dos ativos de capital comprometem maiores porções dos seus fluxos de caixa esperados (...) com o pagamento dos compromissos financeiros” (Minsky, 1975, p. 124). Mas “[à] medida que o *boom* se desenvolve, as famílias, empresas e instituições financeiras são forçadas a empreender atividades de ‘assumir posições’ ainda mais aventureiras”(Minsky, 1975, p.124) e “o crescente financiamento de posições de longo prazo através de financiamentos de curto prazo torna-se um modo normal de vida (Minsky, 1986, p. 213).

Dessa forma,

o peso do endividamento de curto prazo na estrutura de financiamento dos negócios aumenta, caindo o das disponibilidades de caixa nos *portfólios*. Há, então, uma mudança da proporção das unidades com diferentes estruturas financeiras – e a participação das finanças especulativas e Ponzi aumenta (Minsky, 1980, p. 221).

Em oposição às finanças *hedge*, em que as unidades econômicas e seus banqueiros “esperam que o fluxo de caixa operacional de seus ativos de capital (ou decorrentes de seus contratos financeiros) sejam mais do que suficientes para cobrir as obrigações financeiras atuais e futuras” (Minsky, 1986, p. 206-207), as unidades que se engajam em finanças especulativas e seus banqueiros²³

esperam que os fluxos de caixa oriundos de seus ativos operacionais (ou decorrentes de seus contratos financeiros) sejam menores do que os compromissos financeiros em algum período, tipicamente próximo ao período final das inversões correspondentes. Contudo, (...) os resultados esperados dos fluxos de caixa superam os pagamentos com juros e outras formas de rendas em todos os períodos. As deficiências no fluxo de caixa emergem porque os compromissos financeiros decorrentes da amortização do principal ultrapassam os rendimentos das inversões durante esses períodos (Minsky, 1986, p. 207).

Finalmente, as unidades envolvidas nas finanças Ponzi esperam que, durante determinado período, os fluxos de caixa sejam insuficientes para cobrir os compromissos financeiros. Diferentemente das finanças especulativas, todavia, “os compromissos financeiros em termos de rendimentos ultrapassam o fluxo de caixa dos rendimentos” (Minsky, 1986, p. 207), “de modo que o valor de face da dívida aumenta” (idem).

Como resultado do aumento da proporção das finanças especulativas e Ponzi durante o *boom*, desenvolve-se uma crescente *fragilidade financeira*, “de forma que acontecimentos inesperados podem desencadear sérias dificuldades financeiras (Minsky, 1975, p. 11-12).²⁴

A crise, portanto, é causada por “acontecimentos inesperados” que se desenvolvem num contexto em que os agentes econômicos encontram-se financeiramente vulneráveis. Assim, “[quando a demanda especulativa por moeda aumenta, devido ao acréscimo do perigo resultante da estrutura dos passivos”, ou

²³ Para uma descrição do significado das finanças *hedge*, especulativas e Ponzi, veja-se Mollo (1986), da Costa (1992, p. 78-86) e Wolfson (1994, p. 16-20).

²⁴ Veja-se, também, Minsky (1986, p.216 e p. 219-220)

quando, por outro motivo, as taxas de juros se elevam, “as empresas, famílias e instituições financeiras tentam vender ou reduzir os ativos de forma a pagar as dívidas. Isso resulta na queda dos preços dos ativos”(Minsky, 1975, p.124-125), inclusive das ações, desencadeando a queda abrupta dos investimentos e, com ela, a crise, seguida da deflação.²⁵

Mas da mesma forma que a expansão, também a deflação e conseqüente estagnação trazem consigo os elementos de sua superação. De fato, “[a] medida que as repercussões da deflação diminuem, que o estoque de capital se reduz e que as posições financeiras são reconstruídas durante a fase de estagnação, tem início a recuperação e a expansão” (Minsky, 1975, p. 126), de modo que se inicia novo ciclo, durante o qual, uma vez mais, desenvolver-se-á novo cenário de fragilidade financeira que desembocará em nova crise.

Conforme se pode depreender, parecem evidentes as contribuições de Minsky no sentido esclarecer os condicionantes financeiros dos movimentos da eficácia marginal do capital, responsáveis em última instância, segundo Keynes, pela emergência das crises, inclusive financeiras. Contudo, embora Minsky esteja correto ao afirmar que o *boom* faz com que as famílias, empresas e instituições financeiras abandonem a postura cautelosa assumida durante a estagnação, passando a assumir posições fortemente alavancadas, não esclarece porque as expectativas otimistas subjacentes não são confirmadas pelo mercado em expansão. Aliás, conforme confirma o estudo das crises financeiras, particularmente a dos créditos hipotecários *subprime*, o comportamento *hedge* não é suficiente para se evitar a crise, em razão da desvalorização geral dos ativos financeiros privados. Representando importantes fontes de rendimentos e instrumentos de *hedge* durante os períodos “normais”, esses ativos vêm reduzir de forma drástica os seus *yields* assim como seu valor de mercado durante os períodos de crise, demonstrando claramente a natureza especulativa de toda posição financeira, inclusive a mais conservadora. Não fica claro, tampouco, como ocorre a transição das finanças especulativas para as finanças Ponzi, até porque, durante a fase de expansão, as expectativas otimistas respaldam amplamente as posições alavancadas, no sentido que o fluxo de caixa esperado resultante das inversões de capital e financeiras costuma cobrir amplamente o serviço das dívidas assumidas, incluindo as amortizações. No fundo, portanto, persiste a questão de saber como e porque as expectativas otimistas são defraudadas, originando o seu colapso, causa final das crises, segundo Keynes.²⁶

Outro aspecto negligenciado tanto por Minsky quanto por Keynes reside no distanciamento progressivo da produção em relação ao consumo, o qual se revela na crescente acumulação de estoques que tem lugar durante o *boom*. A importância das variações dos estoques tem sido reconhecida pela literatura, uma vez que, conforme reconhecem Blinder e Maccini (1991: 73-74), “a queda dos investimentos em estoques responderam por 87 por cento da queda do PNB durante a recessão média do pós-guerra nos Estados Unidos”. É, aliás, através do seu intermédio que, em grande medida, o crédito, assume um papel decisivo no processo cíclico, visto que, conforme demonstrado por estudos do *Board of the Federal Reserve System*, por Kashyap, Stein e Wilcox (1993 e 1994), Kashyap, Lamont e Stein (1994) e Gertler e Gilchrist (1994), entre outros, os investimentos em estoques dependem, em larga medida, da disponibilidade do crédito bancário, particularmente no caso das pequenas empresas. Mas além de responder às condições do mercado de crédito, a acumulação excessiva de estoques tem sido um importante componente do processo de reversão do ciclo: quando os empresários percebem que não estão vendendo o que esperavam, reduzem os preços e cortam a produção, o que causa a queda da renda e do emprego, o que, inclusive, pode afetar negativamente as expectativas de longo prazo. Em outras palavras, não há como, em se tratando da explicação da crise, de evitar o exame do balanço entre oferta e demanda agregadas, o que passa necessariamente pela acumulação de estoques, que, de desejada, passa indesejada

²⁵ Veja-se, também, Minsky (1986, p.219-220).

²⁶ É claro que, conforme salienta de Carvalho (1988, p. 755), “[n]ão faz sentido pensar em expectativas de longo prazo ‘erradas’”, pois “[n]ão há nenhum quadro de referência *a priori* contra o qual se possam julgar as expectativas”. Todavia, as expectativas podem ser erradas em termos das decisões de investimento correspondentes. Quando, por exemplo, a Mercedes Bens decidiu construir uma fábrica de automóveis em Minas Gerais, esperava vender perto de 60 mil veículos por ano. As vendas, contudo, ficaram próximas de 10 mil unidades. Nesse sentido, parece incorreto sustentar, como o faz de Carvalho (1988, p. 755), que não há um “período” associado a às expectativas de longo prazo “em cujo final fosse possível decidir se elas foram ou não falsificadas”.

da noite para o dia, como resultado da percepção do seu caráter excessivo, o que se dá pela frustração as expectativas de curto prazo.²⁷

Finalmente, embora Minsky faça referência a crises financeiras que não resultam em crises econômicas gerais, na medida em que sua análise do processo de fragilização financeira envolve o conjunto da economia, não parece claro quais seriam os mecanismos que as tornam possíveis. O mesmo, na verdade, é válido para Keynes, que não possui uma teoria que dê conta de crises financeiras que não representem um momento do processo de reversão do ciclo de negócios.

6. Marx: Crédito, Contradição e Crise

Ao se considerar a abordagem de Marx das crises financeiras, cumpre observar, com Wolfson (1994, p. 13-14), que, embora a mesma não tenha sido desenvolvida completamente, “é possível, não obstante, focar em certos aspectos de suas idéias centrais que contribuem para o nosso entendimento do assunto”. Mais precisamente, a teoria marxista das crises somente ganha inteligibilidade como momento da teoria do capitalismo, que, em Marx, se assenta na mercadoria, concebida como universal concreto, ou seja, como forma elementar que contém, de modo não desenvolvido, a totalidade da ordem capitalista de produção, concebida como sistema organicamente articulado.

A análise da mercadoria revela tratar-se de síntese de valor de uso e valor de troca, ou melhor, de valor, concebido como cristalização de trabalho social abstrato, que se opõe ao trabalho concreto, ou seja, ao trabalho como mero produtor de valores de uso, que, contudo, é um suposto do trabalho abstrato, pois somente é social o trabalho que atende a uma demanda social, que é útil para a sociedade. Com a circulação de mercadorias, essa diferença entre valor de uso e valor se desdobra na oposição entre mercadoria e dinheiro, com a transformação da própria circulação mercantil em meio de acumulação de dinheiro. Em outras palavras, o próprio desenvolvimento da circulação de mercadorias gera o dinheiro (ou seja, do valor tornado autônomo e oposto aos produtores privados) e, com ele, o processo de sua acumulação, cuja finalidade está em si mesmo e cujo termo, portanto, é indefinido. Conforme afirma Marx (1967, Livro I, Cap. IV, p. 171), “[a] circulação de dinheiro como capital (...) tem sua finalidade em si mesma, pois a expansão do valor só existe nesse movimento continuamente renovado. Por isso, o movimento do capital não tem limites”.

A distinção entre trabalho abstrato e concreto permite a Marx abandonar a Lei de Say e admitir a possibilidade de crises gerais. Segundo ele, a possibilidade formal das crises já está presente na produção simples de mercadorias e emerge do fato de que, quando um produtor vende sua mercadoria, não necessita comprar outra. Como resultado, outro produtor pode se ver desprovido da possibilidade de vender seu produto, o que significa que também ele deixará de comprar. Assim, se surgir determinadas condições nas quais muitos produtores desejem vender sem comprar, o sistema como um todo entrará em colapso, visto que somente poucos serão capazes de vender. Mercadorias permanecerão nem serem vendidas e o processo de reprodução estará em risco.

Seguindo este raciocínio, Marx critica a Lei de Say (1867, Livro I, Cap. III, p. 126-7), asseverando que

²⁷ Keynes (1936) distingue as expectativas de curto prazo, “voltadas para o preço que um industrial pode esperar obter por seu produto” e de longo prazo, “voltadas para o que o empresário pode esperar ganhar sob a forma de retornos futuros” dos investimentos. Uma vez que as expectativas de curto prazo orientam as decisões de produção, a suposição paradoxal de que essas expectativas não abrangem a demanda efetiva, ou seja, a produção que o empresário espera vender aos preços “normais”, aliada à hipótese de que essas expectativas são sempre corretas, resultam em graves prejuízos para a compreensão das crises. O motivo é que, em muitos casos, as crises emergem do excesso de produção, ou seja, da produção que não consegue ser colocada no mercado aos preços que os empresários consideram “normais” e que se traduzem em estoques indesejados, cuja percepção faz com que os empresários revejam suas decisões de produzir, o que afeta negativamente a renda e o emprego, para não falar nas expectativas de longo prazo, sendo um importante componente da crise. No caso da crise do *subprime*, por exemplo, tudo começou no verão de 2005, quando os preços de mercado das construções residenciais caíram nos Estados Unidos como resultado do excesso de oferta. De um momento para outro, os empresários observaram que havia um estoque indesejado de residências prontas ou em construção. As expectativas de curto prazo referentes a preços e quantidades foram defraudadas, com efeitos negativos sobre a produção de residências e sobre o restante da economia.

uma vez que a primeira fase da [metamorfose] da mercadoria é, ao mesmo tempo, venda e compra, esse processo, embora parcial, é autônomo. Ninguém pode vender sem que alguém compre. Mas ninguém é obrigado a comprar imediatamente, apenas por ter vendido. A circulação rompe com as limitações de tempo, de lugar e individuais impostas pela troca de produtos, ao dissociar a identidade imediata que, nesta última, une a alienação do produto próprio e a aquisição do alheio, gerando a antítese entre venda e compra. (...). Se essa independência exterior dos dois atos – interiormente dependentes por serem complementares – prossegue se afirmando além de certo ponto, contra ela prevalece, brutalmente, a unidade por meio de uma crise.

A conversão dessa mera possibilidade (Marx, 1867, Livro I, Cap. III, p. 127) em realidade necessária está dada pelo papel do crédito que, para Marx, representa uma contradição. Segundo Marx, as relações creditícias nascem da função do dinheiro como meio de pagamento, em oposição às suas funções como medida de valor e meio de circulação. Segundo ele, o desdobramento do processo de circulação das mercadorias, sumariamente descrito como Mercadoria – Dinheiro – Mercadoria ou simplesmente M–D–M, em dois atos distintos mas complementares – a venda (M–D) e a compra (D–M), implica na possibilidade formal de sua separação no espaço e no tempo. Quando uma venda não é seguida imediatamente por uma compra e o vendedor retém indefinidamente o dinheiro resultante da venda, o dinheiro funciona como meio de entesouramento (reserva do valor). Mas também pode suceder uma venda sem pagamento, isto é, a separação do ato da venda do ato de recebimento da soma de dinheiro correspondente: “[c]om o desenvolvimento da circulação das mercadorias vão aparecendo as condições em que a alienação da mercadoria se separa, por um intervalo de tempo, da realização de seu preço (idem, 149). O vendedor dá sua mercadoria e recebe em troca apenas uma promessa de pagamento. O devedor compra a mercadoria “antes de pagá-la. Um vende mercadoria existentes, outro compra como mero representante de dinheiro, ou de dinheiro futuro. O vendedor torna-se credor; o comprador, devedor” (idem). Quando expira o prazo estipulado na promessa de pagamento, o devedor paga o dinheiro e a dívida é liquidada. Nessa transação, “o dinheiro adquire nova função. Ele se torna meio de pagamento” (idem, p. 150).

Com o desenvolvimento das relações de crédito, emerge e se desenvolve um sistema de compensação de pagamentos. “Com a concentração dos pagamentos no mesmo lugar, desenvolvem-se organizações e métodos especiais para liquidá-los” (Marx, 1867, Livro I, Cap. III, p. 152). O comerciante A compra de B e, em lugar de pagar em dinheiro, aceita uma promessa de pagamento emitida por B (a nota de venda a prazo). O próprio B faz o mesmo, comprando de C e aceitando outra promessa de pagamento. C talvez também faça o mesmo e toda uma rede de relações de crédito se estabelece. Quando chega o momento de se saldar as dívidas, A paga a B, que pode usar o dinheiro assim recebido para pagar C, que paga D e assim por diante. Se existir uma câmara de compensação, todas as transações podem ser efetivadas utilizando-se apenas uma folha de papel, sendo necessário dinheiro apenas para pagar o saldo remanescente.²⁸ “Bastará confrontar os créditos de A contra B, de B contra C, de C contra A e assim por diante, para até certo ponto se anularem reciprocamente como grandezas positivas e negativas. Assim, fica estando apenas um saldo a pagar” (Marx, 1867, Livro I, Cap. III, p. 152). Em suma, o crédito substitui o dinheiro como meio de pagamento na medida em que os pagamentos se compensam.

A natureza contraditória do crédito se deve ao fato de que, conforme explicado acima, Marx concebe o dinheiro como uma expressão da divisão social do trabalho: quando uma mercadoria é trocada pelo seu valor (numa economia mercantil simples) existe uma identidade entre o trabalho concreto privado nela incorporado e a quantidade de trabalho requerido pela sociedade para ter essa mercadoria produzida e distribuída. Mas o mesmo não ocorre quando a mercadoria é vendida por um título de – nesse caso há apenas uma relação privada que pode estar ou não respaldada pela divisão do trabalho, ou seja, pelo tipo de relação social que se encarna no dinheiro. Concretamente, quando um produtor vende a crédito ele antecipa que o comprador terá condições de honrar a correspondente promessa de pagamento. Contudo, essa capacidade está além do controle do devedor, pois depende em última instância das

²⁸ A compensação de pagamentos representa uma das funções do sistema bancário.

condições externas e incontroláveis ditadas pela reprodução do sistema como um todo, e que se fazem sentir concretamente no mercado.

Para Marx, essa contradição está nas raízes do mecanismo que gera as crises:

A função do dinheiro como meio de pagamento envolve uma contradição direta. Enquanto os pagamentos se compensam, serve apenas idealmente de dinheiro de contra ou de medida dos valores. Quando se têm de ser efetuados pagamentos reais, a função do dinheiro deixa de ser a de mero meio de circulação, de forma transitória e intermediária do intercâmbio das coisas materiais, para ser a de encarnar o trabalho social, a existência independente do valor de troca, a mercadoria absoluta. Essa contradição manifesta-se na fase especial das crises industriais e comerciais, chamada crise de dinheiro. (...) Havendo perturbações gerais, deixa o dinheiro súbita e diretamente a forma ideal, de conta, para virar dinheiro em espécie. Não é mais substituível por mercadorias profanas. O valor de uso da mercadoria não interessa mais, e o valor dela desaparece diante da forma independente do valor (Marx, 1867, Livro I, Cap. III, p. 152-3).

Com a distinção entre trabalho concreto e abstrato e o conceito de crédito como uma contradição “sem termo médio”, Marx abandona ambos a visão de Smith’s de que as crises se devem a erros de gerenciamento – e, portanto, à falta de regulamentação – do sistema bancário, assim como a Lei de Say, utilizada ambos por Smith e Ricardo para argumentar que, num regime de notas bancárias conversíveis, excessos gerais de mercadorias são impossíveis. As crises são, então, concebidas como inerentes à natureza íntima da economia capitalista, sendo tanto a manifestação da sua contradição fundamental entre trabalho abstrato e concreto quanto a forma de corrigi-las, ainda que temporariamente.

7. Capital Financeiro e Crise

A partir da concepção do crédito como “contradição sem termo médio” – ou seja, sem possibilidade de superação –, Marx articula uma complexa teoria das crises financeiras, no centro da qual se encontram, além da compulsão à acumulação de capital e o crédito, a tendência à queda da taxa de lucro e o capital fictício, definido como todo título de crédito ou título que represente um direito de propriedade sobre rendimentos futuros, seja qual for a sua origem (Marx, 1893, Livro III, Cap. XXIX, p. 533-546). Embora sejam precificados no mercado, títulos como notas de venda à prazo, notas promissórias, hipotecas, títulos da dívida pública, ações e seus derivativos representam riqueza imaginária, constituindo apenas direitos a dada riqueza, direitos esse que, dependendo das circunstâncias, perdem suas condições para serem exercido, como, de fato, ocorre nas crises financeiras.

Para começar, está claro que, subjacente ao processo especulativo que conduz às crises, está o afã de acumular capital, gerado, como o demonstra Marx (1867, Livro I, Cap. III, p. 147) pela própria contradição do dinheiro, que, como representante da riqueza em geral, possui uma dimensão infinita – a da riqueza universal – e que, como soma limitada, possui dimensão finita, de modo que, capturado pela lógica do dinheiro, o capitalista tenta alcançar a riqueza universal, mas ao acumular determinada soma de dinheiro, terminar abarcando apenas uma riqueza particular, o que o induz, portanto, a tentar de novo, gerando um processo indefinido, ou seja, cuja finalidade está em si mesmo.²⁹

A tendência da queda da taxa de lucro resulta, para Marx (1867, Livro III, Cap. XIII, p. 241-66), da elevação da composição orgânica do capital resultante da aceleração da acumulação de capital que ocorre durante a fase de prosperidade e que representa uma causa e também um efeito da mesma, num contexto de aumento menos do que proporcional da taxa de mais valia.³⁰ O mercado, no entanto, não

²⁹ Marx recorre aqui, à lógica do chamado “mal infinito”, elucidada por Hegel (1812 Vol. I, Cap. II, Nota 1, p. 133-6) em seu texto clássico sobre o assunto.

³⁰ Não se discutirá aqui, também por falta de espaço, a questão da tendência à queda da taxa de lucro. Ressalte-se, contudo que, conforme demonstrado por Roemer (1981, p. 87-145), requer-se, além da elevação da composição orgânica do capital, o aumento do “salário real”. Ao contrário do que sustentam os críticos, este último requerimento não destrói a tese marxista, até porque a elevação dos “custos reais” de reprodução da força de trabalho é tendência empírica secular claramente observável e não contraria a tese marxista de que se eleva a taxa de mais-valia.

registra a correspondente mudança dos preços de produção, graças à expansão do crédito, que, como registram Gontijo e Oliveira (2009, p. 15), “viabiliza a crescente formação de estoques, consequência tanto da necessidade, por parte dos empresários, de se precaver contra a elevação de preços [que caracteriza a fase de expansão] e a falta de insumos no mercado, quanto da própria especulação com estoques dos produtos, induzida pela perspectiva de elevação dos seus preços”. Na verdade, na medida em que as vendas a crédito engordam os balanços das empresas, o que o mercado percebe é exatamente o contrário, ou seja, uma elevação da rentabilidade das empresas, pois “[a] aparência de consumo causada pela formação de estoques e pelos pagamentos efetuados com títulos de crédito” indica “que tudo vai bem e os negócios estão em expansão” (idem). Em outras palavras, a queda da taxa de lucro se manifesta como um duplo processo: de um lado, na percepção errônea de que a rentabilidade está aumentando, quando, na realidade, está caindo; de outro, em uma crescente acumulação de estoques viabilizada pela expansão do crédito, que, assim, mascara o aumento da distância entre a produção do consumo e induz os empresários a acreditar na continuidade e solidez do *boom*, a criar novas oportunidades de ganhos.

Mas se o crédito, em razão do seu papel em viabilizar o distanciamento entre a produção e o consumo, é componente necessário de toda crise, nas crises financeiras propriamente ditas o capital fictício, ou **capital especulativo parasitário**, na interpretação de Carcanholo e Nakatami (1999), também desempenha papel central, na medida em que, em razão mesma da errônea percepção dos agentes econômicos de que a rentabilidade está se elevando e o consumo aumentando mais rapidamente do que a oferta, contribui para o “descolamento” da esfera financeira em relação à “esfera real”. Sendo determinado, segundo Hilferding (1910, Cap. VII, pp. 111-118), pela capitalização dos rendimentos esperados no futuro, o valor dos títulos de renda sobe como resultado da redução da taxa de juros e do aumento dos ganhos esperados, o que ocorre durante os períodos de expansão econômica como resultado da própria recuperação das expectativas. Mas a consequente valorização dos ativos financeiros traz novos ganhos aos seus detentores, o que resulta em novo aumento da demanda por títulos, a rebater em nova valorização, criando, assim, um espiral ascendente que guarda pouca, se alguma, vinculação com o que está efetivamente ocorrendo em termos “reais”. Ocorre, assim, o “descolamento do descolamento” da esfera financeira em relação à “economia real” assinalado por Gontijo e Oliveira (2009, p. 16).

Conjugam-se, portanto, dois processos que se alimentam reciprocamente: o aumento efetivo dos rendimentos e a demanda crescente de bens e serviços, provocados pelo *boom*, refletem-se nas expectativas sobre os rendimentos futuros, tornando-as mais favoráveis, o que leva à valorização dos ativos financeiros. A elevação dos preços desses ativos, por sua vez, traz ganhos patrimoniais aos seus detentores, o que amplia a demanda pelos mesmos, trazendo novos ganhos patrimoniais, o que reforça o processo de valorização. Cresce, como resultado do “efeito riqueza”, o consumo dos capitalistas financeiros, dos *brokers* e demais agentes do mercado financeiro, o que contribui, mesmo que modestamente, para o auge econômico, o que, por sua vez, reforça ainda mais as expectativas otimistas. Gera-se, portanto, um frenesi vertiginoso, uma loucura exuberante, que, embora nada tenha de irracional, resulta num distanciamento crescente do valor dos ativos financeiros das reais condições econômicas, possibilitado, conforme salientado anteriormente, pela expansão do crédito, que lança verdadeiro véu sobre o que ocorre em termos da reprodução econômica, que, embora se amplifique, o faz num ritmo bem menor do que o requerido para viabilizar a onda especulativa.

Esse descolamento da valorização financeira em relação às condições da reprodução econômica é favorecido pela percepção viciada oriunda da forma mesma do ciclo do capital produtor de juros, $D - D' = D + \Delta D$, em que “dinheiro gera mais dinheiro, valor que se valoriza a si mesmo sem o processo intermediário que liga os dois extremos” (Marx, 1893, Livro III, Cap. XXIV, p. 450), dada pela produção e circulação de mercadorias.³¹ Cegados pela idéia de que o capital é “fonte misteriosa, autogeradora de juro, aumentando a si mesmo” (idem, p. 451), os especuladores perdem a capacidade de interpretar a “economia real”. Fenômenos aparentemente absurdos, por contrariar os “fundamentos”, como, por exemplo, a elevação da razão preço/lucro (PL) das ações muito além do compatível com as taxas de juros de longo prazo, a constituição de empresas de capital aberto com as finalidades mais extravagantes, a

³¹ Onde D significa o valor da inversão financeira realizada, D' é o valor da mesma decorrido determinado período de tempo e $\Delta D = D' - D$.

fusão de corporações tradicionais com empresas frágeis, sem passado e nome no mercado, têm lugar sem que os agentes econômicos sequer registrem os absurdos evidentes.

Chega um momento, contudo, em que um evento qualquer – como, por exemplo, a suspensão de pagamentos pelo BNP Paribas de seus *hedge funds*, no dia 9 de agosto de 2007 ou a falência do *Lehman Brothers* no dia 15 de setembro de 2008 – torna claro para os *experts* o castelo de cartas em que se assenta o processo especulativo, dando origem aos pânico que assinalam o desabrochar da crise financeira, através da qual se principia o processo de ajuste da economia, inclusive de supressão do distanciamento entre produção e consumo, dos desequilíbrios intersetoriais e do descolamento da esfera financeira em relação aos seus “fundamentos”

8. Conclusões

Enfim, parece difícil explicar as crises financeiras, cuja geração endógena parece evidente, a partir de teorias que supõe que a economia de mercado esteja permanentemente em equilíbrio ou possua propriedades de convergência assintótica para o mesmo, de modo que as crises somente resultem de choques externos ou de erros dos agentes econômicos. Em particular, parece extremamente difícil conjugar informação assimétrica, o “problema do agente”, *moral hazard* e seleção adversa para produzir como externalidade crises sistêmicas. Em razão da lógica das mesmas, tampouco parece racional explicá-las através da suposta irracionalidade da “psicologia das multidões”. Muito menos parece razoável sustentar que o pânico e a quebra em cadeia de empresas e instituições financeiras representam uma situação de equilíbrio, em lugar de um rutptura com um padrão de equilíbrio insustentável pré-existente.

Por outro lado, em parte parece adequado sustentar, com Keynes, que as crises de devem às flutuações bruscas no “estado da preferência pela liquidez” e na “eficiência marginal do capital” resultantes da frustração dos investidores em relação às expectativas otimistas até então prevalentes. Contudo, parece necessário reconhecer que a explicação keynesiana, participa da crença neoclássica da lei dos rendimentos decrescentes, não elucida porque a discrepância entre a taxa esperada de retorno e a taxa efetiva passa despercebida durante o *boom* e deixa em aberto, conforme salienta Minsky, as relações entre as variáveis financeiras e o comportamento dos investidores.

Procurando suprir essa lacuna, Minsky examina as relações entre o comprometimento do fluxo de caixa dos agentes econômicos em relação às suas obrigações assumidas para financiar posições em ativos, salientando a prevalência das finanças *hedge* nos períodos de estagnação e início da recuperação, a predominância das finanças especulativas nos períodos de expansão e o peso crescente das finanças Ponzi no auge, a gerar uma crescente fragilidade financeira que desemboca na crise por efeito de qualquer “acontecimento inesperado” que torne insustentável o refinanciamento de posições através do endividamento crescente.

Segundo verificado nas seções anteriores, apesar de Minsky estar correto ao afirmar que o *boom* faz com que os agentes econômicos abandonem a postura cautelosa assumida durante a estagnação, passando a assumir posições fortemente alavancadas, não mostra porque as expectativas otimistas subjacentes não são confirmadas pelo mercado em expansão e como se dá a transformação das finanças *hedge* em especulativas e destas em *Ponzi*. Outro aspecto negligenciado tanto por Minsky quanto por Keynes está no distanciamento progressivo da produção em relação ao consumo, o qual se revela na crescente acumulação de estoques que tem lugar durante o *boom*. Finalmente, apesar de tentar explicar as dimensões financeiras das crises, Minsky não esclarece os mecanismos específicos das crises financeiras propriamente ditas.

Suprindo essas lacunas, Marx mostra que, embora a possibilidade formal das crises já se encontrar na distinção entre trabalho privado (concreto) e social (abstrato) contido na mercadoria, concebida como forma elementar que contém, de modo não desenvolvido, a lógica do capitalismo, a sua necessidade se deve ao crédito, que representa uma contradição “sem termo médio”, na medida em que, dissociando a venda das mercadorias do seu pagamento em dinheiro, supõe que o comprador/devedor terá condições de honrar a correspondente promessa de pagamento, o que, contudo, depende das condições externas e incontroláveis ditadas pela reprodução do sistema como um todo.

A partir dessa concepção, Marx conjuga a compulsão à acumulação de capital, a tendência à queda da taxa de lucro e o capital fictício, que resultam num processo de crescente valorização do capital financeiro num contexto de queda da taxa de lucro, a resultar num processo de crescente distanciamento da produção em relação ao consumo, viabilizado através da formação de estoques. Cegos pelo crescimento das vendas, pela valorização do capital financeiro e pelos balanços favoráveis das empresas, propiciados pela expansão do crédito, os empresários somente percebem o erro das expectativas quando um evento qualquer, torna-se claro o castelo de cartas em que se assenta o processo especulativo, dando origem aos pânicos que assinalam o desabrochar da crise financeira, através da qual se principia o processo de ajuste da economia, inclusive de supressão do distanciamento entre produção e consumo, dos desequilíbrios intersetoriais e do descolamento da esfera financeira em relação aos seus “fundamentos”

Referências Bibliográficas

- ALLEN, William R. “Irving Fisher, F.D.R., and the Great Depression”. *History of Political Economy*, vol. 9, n. 4, p. 560-87, Winter 1970.
- ANDO, A.; e MODIGLIANI, Franco, "The Relative Stability of Monetary Velocity and the Investment Multiplier", *American Economic Review*, vol 55, n. 4, p. 693-728, Set. 1965a
- _____. "Rejoinder", *American Economic Review*, vol 55, n. 4, p 786-90, Set. 1965b.
- AKERLOF, George A. “The market for 'lemons': Quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, n 3, p. 488-500, 1970.
- ASSESSORIA TÉCNICA DA PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. “A crise internacional e possíveis repercussões”. *Comunicado da Presidência*, 16. Brasília: IPEA, jan., 1990.
- de CASTRO, Antônio B. “Keynes e a velha tradição do ciclo”. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro, vol. 16, n. 2: 281-294, ago. 1986.
- da COSTA, Fernando N. *Ensaio de Economia Monetária*. São Paulo: Bial/educ, 1992.
- CULBERTSON, J. M. "Friedman on the Lag in Effect on Monetary Policy", *Journal of Political Economy*, vol. 68, p. 617-21, 1960.
- DIAMOND, D. e DYBIVIG, P. “Bank runs, deposit insurance, and liquidity”, *Journal of Political Economy*, 91(3), p. 401-19, Jun. 1983.
- EICHENBAUM, Martin, e SINGLETON, Kenneth J. “Do equilibrium real business cycle theories explain postwar U.S. business cycles?” In: FISCHER, Stanley (ed.), *NBER Macroeconomics Annual 1986*, Cambridge: MIT Press, vol. I, p. 91-135, 1986.
- ESTRELLA, Arturo, e MISHIN, Frederic S. “Is there a role for monetary aggregates in the conduct of monetary policy?”. *Journal of Monetary Economics*, vol. 40, p. 279-304, 1997.
- FRIEDMAN, Benjamin M. e KUTTNER, Kenneth N. “Money, income, prices, and interest rates”. *American Economic Review*, vol. 82, n. 3, p. 472-92, 1992.
- FRIEDMAN, Milton e SWARTZ, Anna. *A Monetary History of the United States 1867-1960*. Princeton: Princeton University Press, 1963.
- GERTLER, M. e GILCHRIST, S. “The role of credit market imperfections in the monetary transmission mechanism: Arguments and evidence”. *Scandinavian Journal of Economics*, vol. 64, p. 43-64, 1993.
- GONTIJO, Cláudio; e de OLIVERIA, Fabrício Augusto. *Subprime: Os 100 Dias que Abalaram o Capital Financeiro Mundial e os Efeitos da Crise sobre o Brasil*. Belo Horizonte: CORECOM-MG e ASSEMG, 2009.
- GORTON, Gary. “Banking panics and business cycles”, *Oxford Economic Papers*, 40: 751-781, 1988.
- HARBERLER, Gottfried (1943). *Prosperity and Depression*. New York: United Nations, 1946.
- HAWTREY, Ralph George (1919). *Currency and Credit*. Londres: Longmans, Green and Co., 1950.
- _____. *The Art of Central Banking*. London: Longmans, 1932.
- HEFFERNAN, Shelagh. “The causes of bank failures”. In: MULLINEUX, Andrew W. e MURINGE, Victor, *Handbook of International Banking*. Cheltenham, UK, e Northampton, USA: Edward Elgar, p. 366-485, 2003.
- HESTER, D. D. "Keynes and the quantity theory: A comment on the Friedman-Meiselman CMC paper". *Review of Economics and Statistics*, vol. 66, v. 4, p. 364-8, Nov. 1964a.

- _____. "Rejoinder", *Review of Economics and Statistics*, vol. 66, n. 4, p. 376-7, Nov. 1964b.
- KASHYAP, Anil K.; LAMONT, O. A. e STEIN, Jeremy C. "Credit conditions and the cyclical behavior of inventories". *The Quarterly Journal of Economics*, v. 109, n. 3, p. 565-592, ago. 1994.
- KASHYAP, Anil K; STEIN, Jeremy C; e WILCOX, David W, "Monetary policy and credit conditions: Evidence from the composition of external finance," *American Economic Review*, vol. 83, n. 1, p. 78-98, Mar. 1993.
- KEYNES, John Maynard (1936). *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. Tradução de Rolf Kuntz. São Paulo: Victor Civita, 1983. Coleção Os Economistas.
- KINDLEBERGER, C. P. (1989). *Manias, Pânico e Crashes*. Uma História das Crises Financeiras. Tradução de Vânia Conde e Viviane Castanho. Porto Alegre: Ortiz/Gazeta Mercantil, 1992. 2ª Edição.
- LAIDLER, D. (1972). "On Wicksell's theory of price level dynamics". *Manchester Scholl of Economics and Social Studies*, 40(2): 125-144.
- LEEPER, Eric C.; SIMS, Christopher A.; e ZHA, Tao. "What does monetary policy do?" *Brookings Papers on Economic Activity* 1996, 2: 1-78.
- LITTERMAN, R. B. and L. WEISS. "Money, Real Interest Rates, and Output: A Reinterpretation of Postwar U.S. Data". *Econometrica*, 53(1): 129-55, 1985.
- MARTONE, C. L. (1979). "O processo cumulativo de Wicksell e a dinâmica da inflação". *Estudos Econômicos*, 9(3): 77-100.
- MARX, K. (1867-1893). *O Capital*. Tradução de Reginaldo Sant'Ana. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, s.d. 6 vols.
- _____. (1863). *História Crítica das Teorias da Mais-Valia*. Tradução de Reginaldo Sant'Ana. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1980. 2 vols.
- _____. (1866). *El Capital, Livro I – Capítulo VI Inédito*. Tradução e notas de Pedro Scaron. Buenos Aires: Siglo XXI, 1974.
- _____. (1857-1858). *Elementos Fundamentales para la Crítica de La Economía Política (Borrador) 1857-1858*. Tradução de José Arico, Miguel Murmis e Pedro Scarón. Cidade do México: Siglo XXI, 1971.
- MINSKY, Hyman P. *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven: Yale University Press, 1986.
- _____. "The financial instability hypothesis: Capitalist processes and the behavior of the economy". In: KINDLEBERGER, Charles P.; LAFFARGUE, Jean-Pierre. *Financial Crises – Theory, History, and Policy*. Cambridge: Cambridge University Press, 1982, p. 1- 24.
- _____. *Can "It" Happen Again?* Armonk: Sharpe, 1982.
- _____. "Finance and profits: The changing nature of American Business Cycles". In: U.S. Congress, Joint Economic Committee, *The Business Cycle and Public Policy, 1929-80*. Washington: Government Printing Office, 1980.
- _____. "A theory of systemic fragility". In ALTMAN, Edward L.; SAMETZ, Arnold W. (eds.). *Financial Crises: Institutions and Markets in a Fragile Environment*. New York: John Wiley and Sons, 1977, p. 132-165.
- _____. *John Maynard Keynes*. New York: Columbia University Press, 1975.
- KING, S. "Real interest rates and the interaction of money, output and prices", Northwestern University, 1983. Mimeo.
- MISHKIN, F. *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*. New York: Harper Collins, 1992.
- MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg. "Instabilidade do capitalismo, incerteza e papel das autoridades monetárias: uma leitura de Minsky". *Revista de Economia Política*, vol. 8, n. 1, p. 100-23, jan./mar. 1988.
- OHLIN, Bertil. "Introduction"(1936). In: WICKSELL, Knut. *Interest and Prices*. Tradução de R. F. Kahn. New York: Augustos M. Kelley, 1965, p. vii-xxi.
- ROEMER, John E. (1981). *Analytical Foundations of Marxian Economic Theory*. Cambridge: Cambridge University Press, 1988.
- ROTHBARD, Murray N. (1999). *America's Great Depression*. Auburn: The Ludwig von Mises Institute, 2000. Quinta edição. Primeira edição em 1963.

- RUNKLE, David E. "Vector autoregressions and reality". *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 5, n. 4, p. 437-42, out. 1987.
- SIMS, Christopher A. "Macroeconomics and reality". *Econometrica*, vol. 48, p. 1-48, jan. 1980a.
- _____. "Comparison of interwar and postwar business cycles: Monetarism reconsidered". *American Economic Review*, vol. 70, p. 250-7, Maio 1980b.
- SMITH, Adam. 1976. *A Riqueza das Nações. Investigação sobre a sua Natureza e as suas Causas*. Tradução de Luiz João Baraúna. São Paulo: Abril Cultural, 1983.
- SOROMENHO, Jorge. "Wicksell e a teoria austríaca dos ciclos". *Estudos Econômicos*, 25(1): 77-113, 1995.
- SPENCER, David. E. "Does money matter? "The robustness of evidence from vector autoregressions". *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 21, p. 442-54, nov. 1989.
- STIGLITZ, J. E.; e WEISS, A. "Credit rationing in markets with imperfect information". *American Economic Review*, 71(3): 393-410, 1981.
- TEMIN, Peter. *Did Monetary Forces Cause the Great Depression?* New York: Norton, 1976.
- TODD, Richard M. "Vector autoregression evidence on monetarism: Another look at the robustness debate". *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, vol. 25, n. 1, p. 167-171, 1990.
- WALDO, Douglas. "Bank runs, the deposit-currency ratio and the interest rate", *Journal of the American Statistical Association*, vol. 76, p. 419-33, 1985.
- WICKSELL, Knut. *Lectures on Political economy*. Fairfield: Kelley, 2 v., 1935
- _____. *Interest and Prices*. New York: Kelley, 1936.
- WOLFSON, Martin H. *Financial Crises. Understanding the Postwar U.S. Experience*. New York: M.E. Sharpe, 1994. Second Edition.